

隐波呈脉冲式特征，关注做空隐波策略

兴证期货·研究咨询部

2023年10月23日 星期一

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

内容摘要

国内方面，近期情绪面偏弱，两市成交量萎靡，买方意愿弱势，造成部分高价权重股无量大跌，拖累股指。随着国内基本面筑底，各项经济数据触底反弹，本轮指数回调后或将出现黄金坑，预期后市指数震荡反弹，关注指数左侧交易机会。受美国经济持续呈现韧性、美联储讲话保留再加息的可能、美债供给过剩的担忧仍在持续、以及地缘冲突抬升油价与通胀预期等因素的影响，未来一段时间美债利率或仍保持高位。美股波动和调整压力上升，美元指数或保持相对强势，黄金价格存在阶段调整压力。

金融期权方面，金融期权成交量环比上升，标的指数加速下跌，空头情绪刺激金融期权成交量增加，且成交PCR值大幅拉升，标的指数加速下跌过程中，空头情绪得到宣泄，指数在下方具有较强支撑，伴随着指数企稳，空头情绪将衰减。标的指数实际波动率与期权隐含波动率短线走高，上证50与沪深300系列期权近月平值隐波接近20%，与远月平值隐波相差3个百分点，隐波期限差走阔，本轮隐波短促上升为市场空头情绪主导，隐波走势呈脉冲曲线特征，随着国内经济回暖，基本面筑底，指数下探空间及空头情绪释放空间有限，后市隐波阶段高位回落，指数反弹叠加隐波下降，短期可关注做空波动率的期权策略。

商品期权方面，国际地缘政治局势以及美宏观预期对于一部分大宗商品的影响趋弱，铜、铝、甲醇、PTA期权品种的期权成交量及成交PCR趋于稳定，一改此前大幅变化的特征，后市维持震荡预期。黄金期权成交量大幅上升，PCR值回落，看涨期权成交活跃度高，巴以冲突事件以及经济衰退预期刺激贵金属价格短线反弹大涨，黄金空头情绪衰落。金价持续上涨，黄金期权隐波上升，由于美国经济、劳工市场、消费零售等数据韧性较强，未来保持高息概率较大，与长端经济衰退预期共同构成阻力与支撑，市场分歧也由此增加，宽幅震荡刺激升波预期。

风险因子：经济数据表现不佳、美联储超预期收紧信号

一、期权标的行情回顾与展望

1.金融指数行情回顾与展望

上周金融期权标的的变化幅度分别为：上证 50ETF 变化-4.13%，沪市 300ETF 变化-4.12%，沪市 500ETF 变化-3.78%，深市 300ETF 变化-4.23%、深市 500ETF 变化-3.57%，创业板 ETF 变化-4.88%，深证 100ETF 变化-4.81%，上证 50 指数变化-4.01%、沪深 300 变化-4.17%、中证 1000 指数变化-5.06%。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指市盈率分别为 9.75、11.11、22.21、35.92、27.69，五年周期中对应的分位为 37.8%、9.06%、33.07%、41.73%、0%。

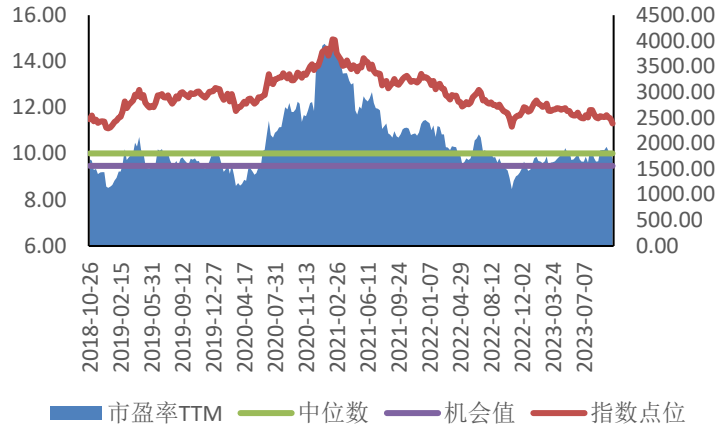
国内方面，前三季度 GDP 同比增长 5.2%，三季度增长 4.9%。中国 9 月社会消费品零售总额同比增 5.5%，预期 4.9%，前值 4.6%。前三季度固定资产投资同比增 3.1%，预期增 3.1%，前值增 3.2%。9 月规模以上工业增加值同比增 4.5%，预期增 4.6%，前值增 4.5%。全国城镇调查失业率为 5.0%，比上月下降 0.2 个百分点，连续 2 个月下降。中国前三季度居民人均可支配收入比上年同期名义增长 6.3%，扣除价格因素，实际增长 5.9%；人均消费支出比上年同期名义增长 9.2%，扣除价格因素影响，实际增长 8.8%。国民经济持续恢复，生产供给稳步增加，市场需求持续扩大，就业物价总体改善，发展质量稳步提升，积极因素累积增多。国内基本面走好。但是近期情绪面偏弱，两市成交量萎靡，买方意愿弱势，造成部分高价权重股无量大跌，拖累股指。随着基本面筑底，各项经济数据触底反弹，本轮指数回调后或将出现黄金坑，预期后市指数震荡反弹，关注指数左侧交易机会。

国外方面，10 年美债收益率一度升破 5%重要关口。主要受到美国经济持续呈现韧性、美联储讲话保留再加息的可能、美债供给过剩的担忧仍在持续、以及地缘冲突抬升油价与通胀预期等因素的影响，未来一段时间美债利率或仍保持高位。在此背景下，美股波动和调整压力上升，美元指数或保持相对强势，黄金价格存在阶段调整风险。

2.商品行情回顾与展望

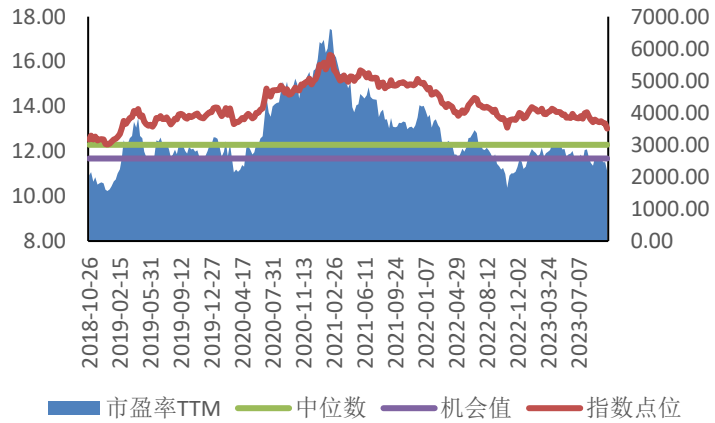
前一周沪铜、铝活跃合约周度涨跌幅为-0.47%、-0.05%；甲醇、PTA 周度涨跌幅分别为-0.41%、-0.10%；豆粕、黄金活跃合约周度涨跌幅为 1.03%、4.78%。上周铜、铝价格窄幅震荡，成交量偏低；甲醇、PTA 价格企稳，国内经济复苏构成了工业品价格的支撑，后市或将延续震荡走势，贵金属价格连续拉升，巴以冲突刺激贵金属价格波动率走阔，但是美国经济韧性依然是压制金价的重要因素。

图 1：上证 50 指数估值（市盈率-TTM）



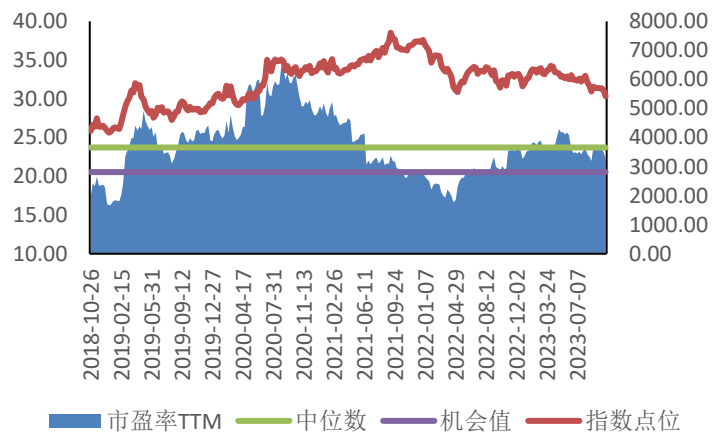
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 2：沪深 300 指数估值（市盈率-TTM）



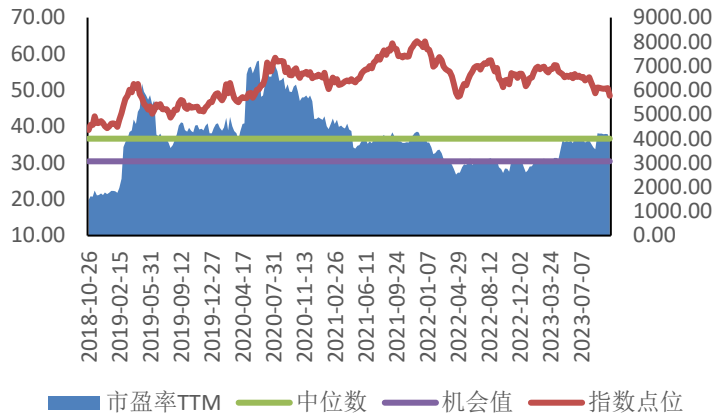
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 3：中证 500 指数估值（市盈率-TTM）



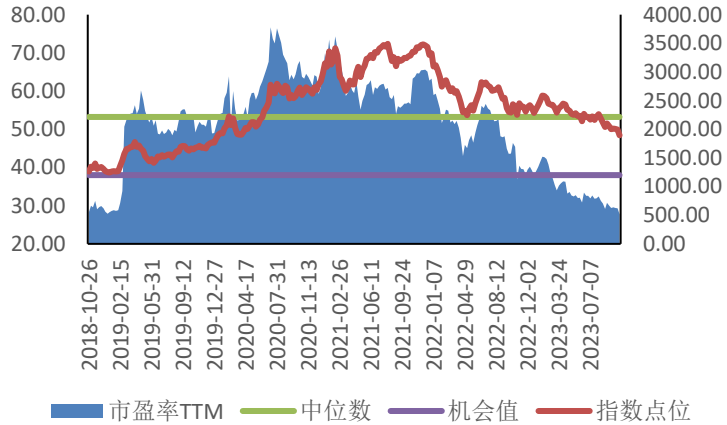
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 4: 中证 1000 指数估值 (市盈率-TTM)



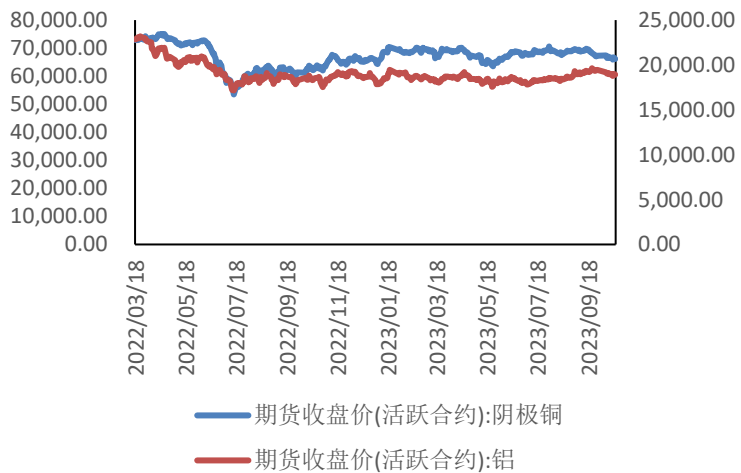
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 5: 创业板指数估值 (市盈率-TTM)



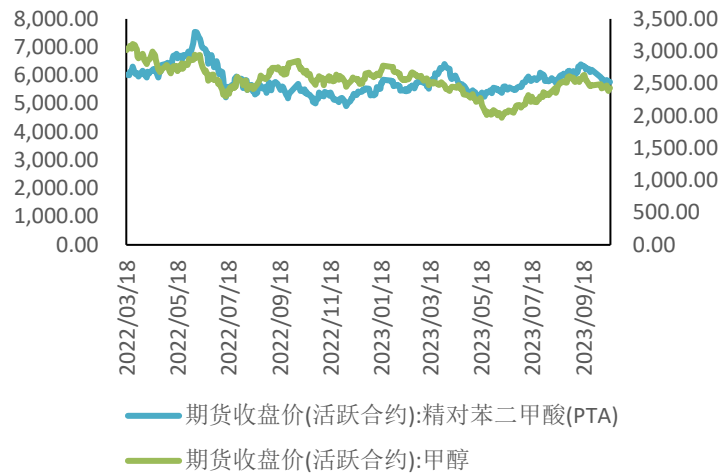
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 6: 铜、铝活跃合约收盘价



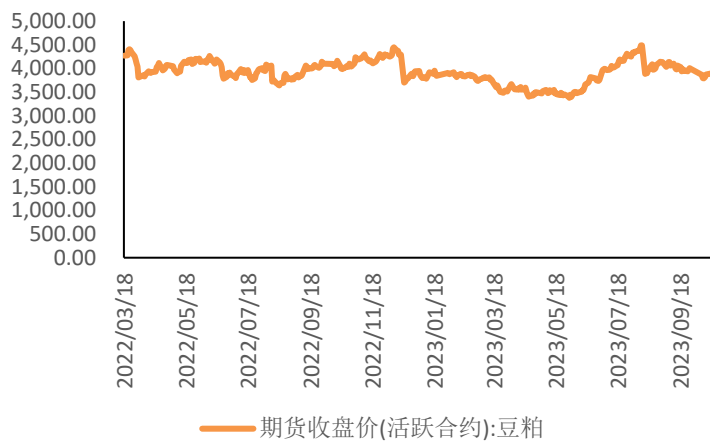
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 7: PTA、甲醇活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 8: 豆粕活跃合约收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

二、期权成交与 PCR (认沽/认购)

1. 金融期权

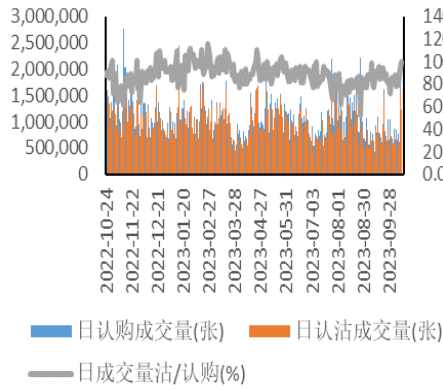
金融期权成交量环比上升，标的指数加速下跌，空头情绪刺激金融期权成交量增加，且成交 PCR 值大幅拉升，短空情绪释放周期有待观察，标的指数加速下跌过程中，空头情绪得到宣泄，指数在下方具有较强支撑，我们认为伴随着指数企稳，空头情绪将衰减，同理，期权成交量与 PCR 值回落。

2. 商品期权

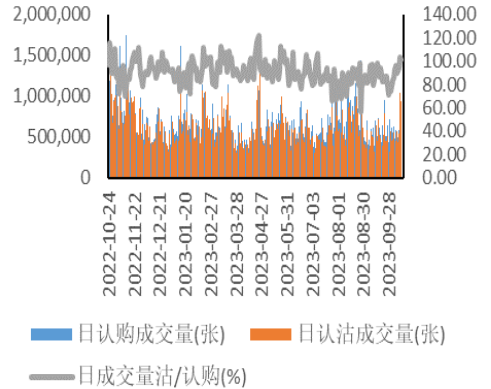
商品期权方面，国际地缘政治局势以及美宏观预期对于部分大宗商品影响趋弱，铜、铝、甲醇、PTA 期权品种的期权成交量及成交 PCR 趋于稳定，一改此前

大幅变化的特征，后市维持震荡预期。黄金期权成交量大幅上升，PCR 值回落，看涨期权成交活跃度高，巴以冲突事件以及经济衰退预期刺激贵金属价格短线反弹大涨，黄金空头情绪衰落。

图表 9: 50ETF 期权 PCR

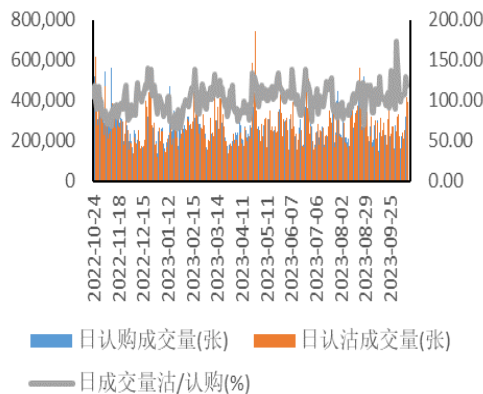


图表 10: 300ETF (沪) 期权 PCR

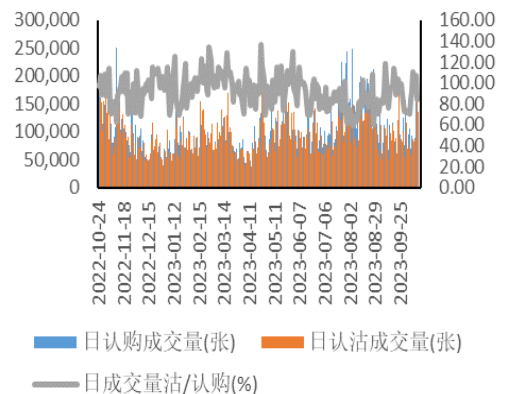


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 11: 500ETF (沪) 期权 PCR

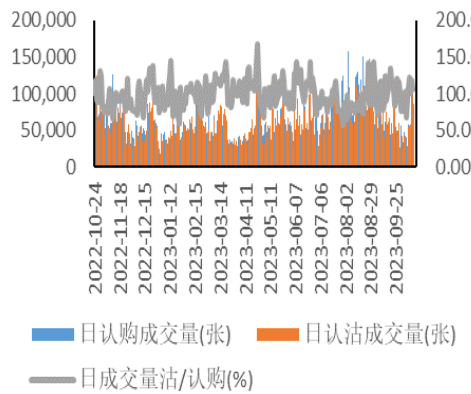


图表 12: 300ETF (深) 期权 PCR

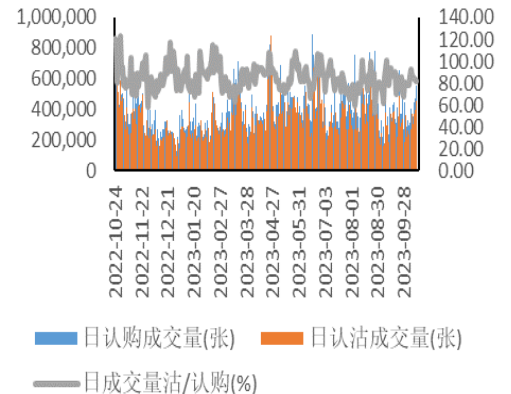


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 500ETF (深) 期权 PCR

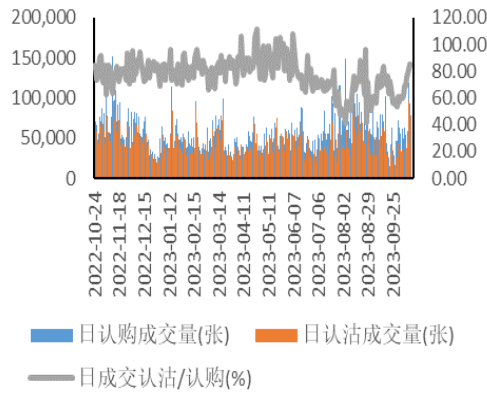


图表 14: 创业板 ETF 期权 PCR

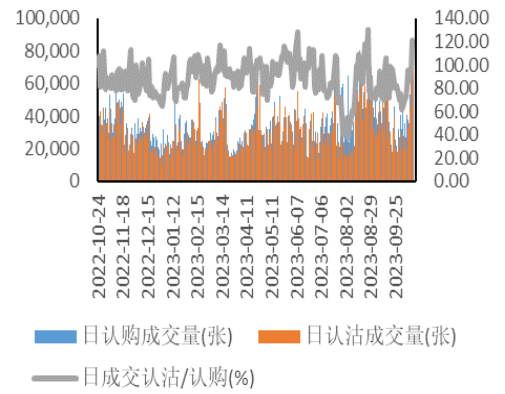


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 沪深 300 期权 PCR

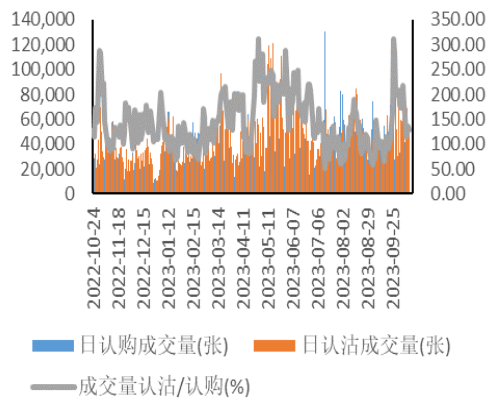


图表 16: 中证 1000 期权 PCR

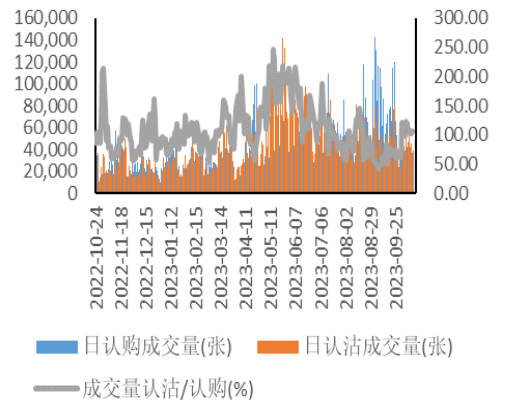


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 沪铜期权 PCR

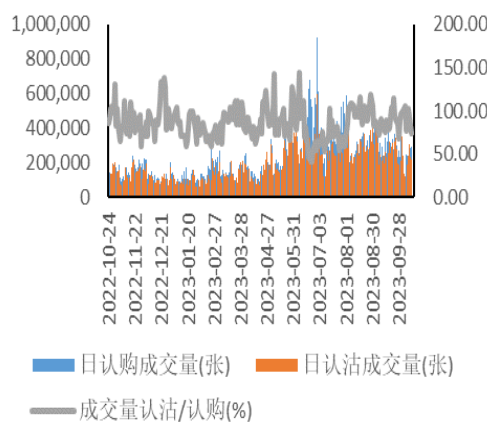


图表 18: 沪铝期权 PCR

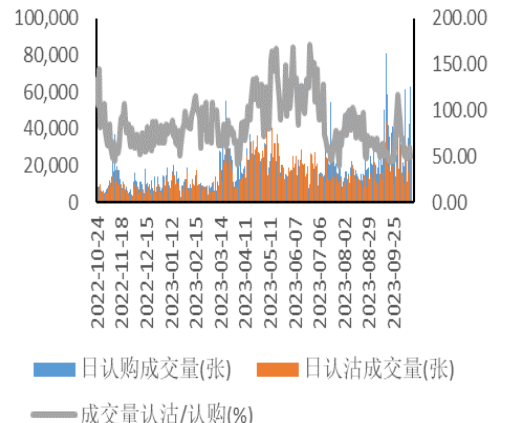


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 19: 甲醇期权 PCR

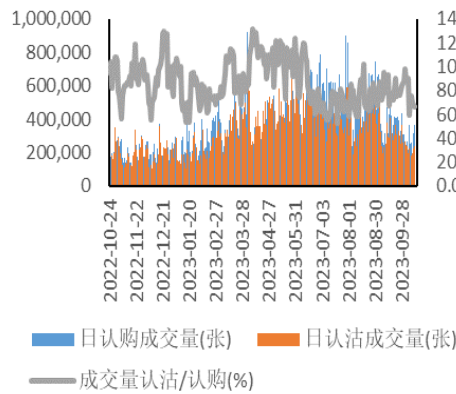


图表 20: 沪金期权 PCR

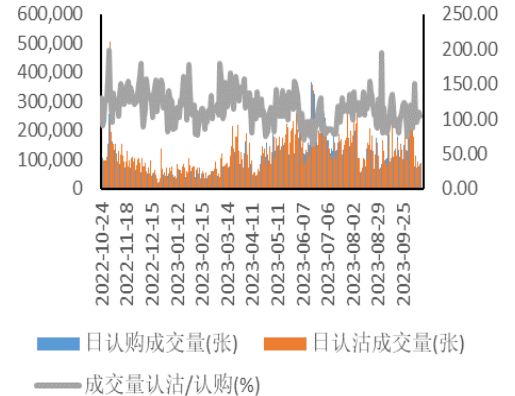


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 21: PTA 期权 PCR



图表 22: 豆粕期权 PCR



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

三、期权波动率分析

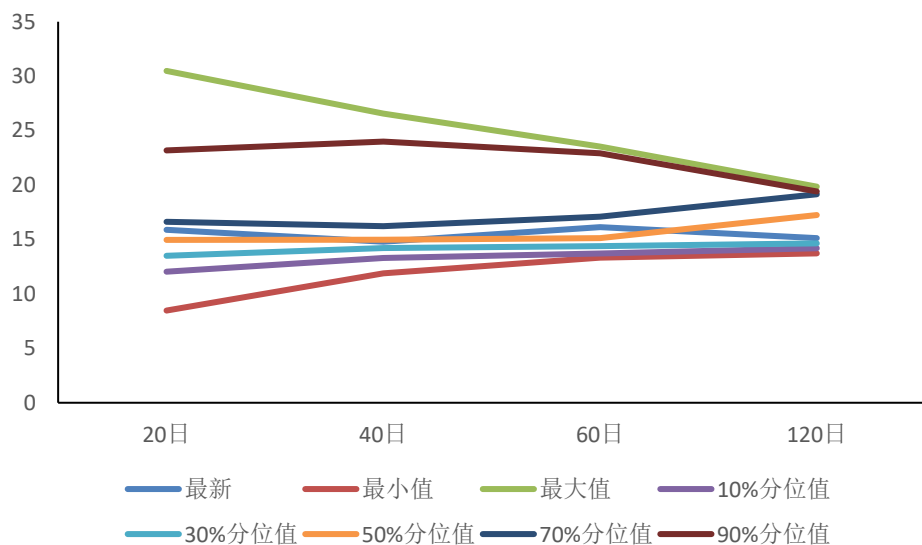
1.金融期权

波动率方面，标的指数短线下挫，实际波动率与隐含波动率短线走高，上证50与沪深300系列期权近月平值隐波接近20%，与远月平值隐波相差3个百分点，隐波期限差走阔，本轮隐波短促上升为市场空头情绪主导，隐波走势呈脉冲曲线特征，随着国内经济回暖，基本面筑底，指数下探空间及空头情绪释放空间有限，后市隐波阶段高位回落，指数反弹叠加隐波下降，短期可关注做空波动率的期权策略。

2.商品期权

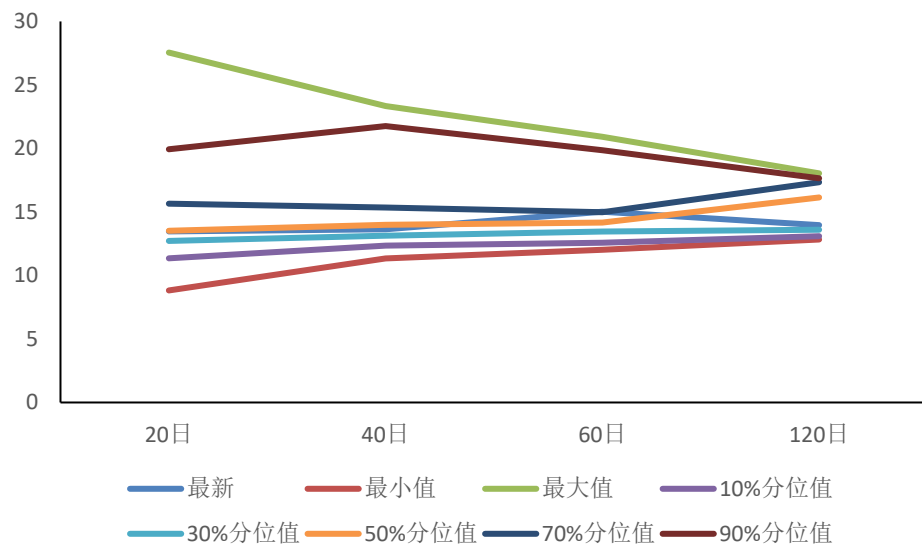
商品期权方面，铜铝期权、甲醇、PTA、豆粕期权等品种空头动能边际下降，隐含波动率下降，震荡预期增大；巴以冲突事件对贵金属带来情绪面扰动，金价持续上涨，黄金期权隐波上升，由于美国经济、劳工市场、消费零售等数据韧性较强，未来保持高息概率较大，与长端经济衰退预期共同构成阻力与支撑，市场分歧也由此增加，宽幅震荡刺激升波预期。

图 23: 上证 50ETF 历史波动率锥



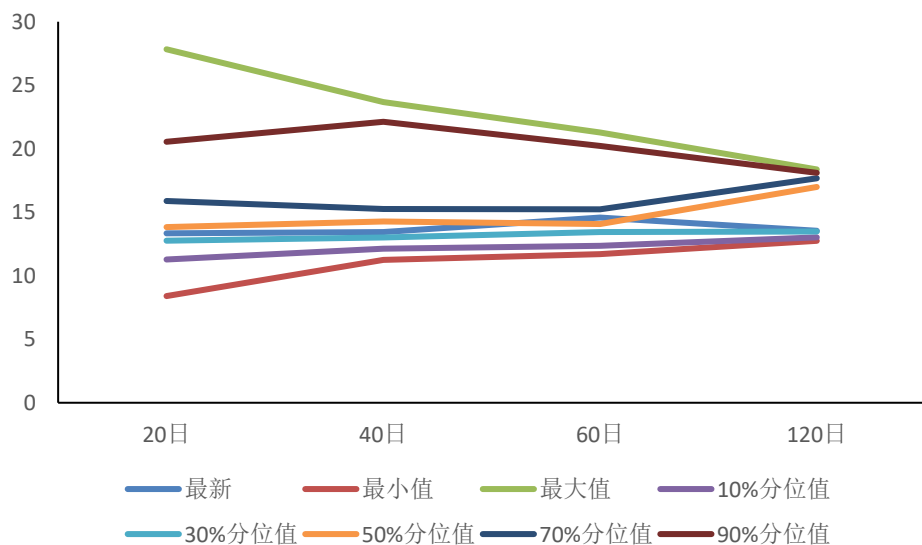
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 24: 沪市 300ETF 历史波动率锥



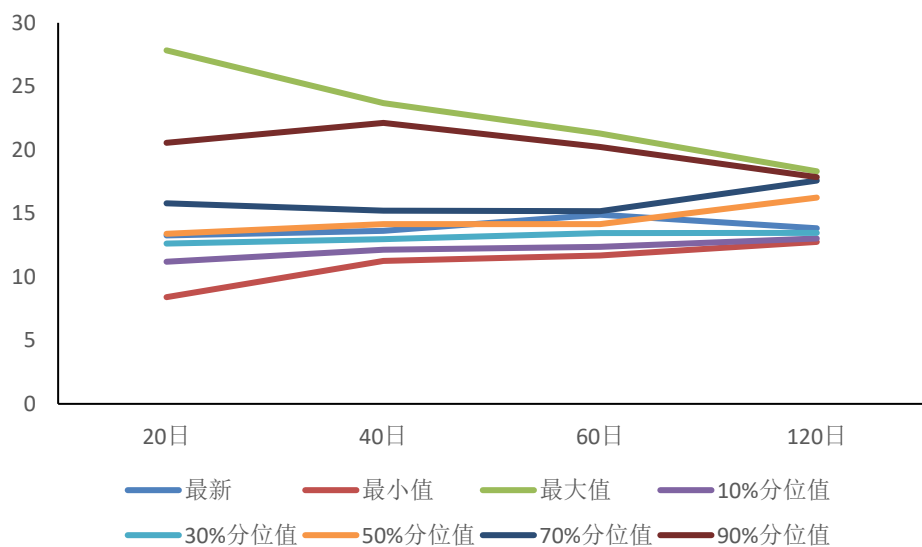
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 25: 深市 300ETF 历史波动率锥



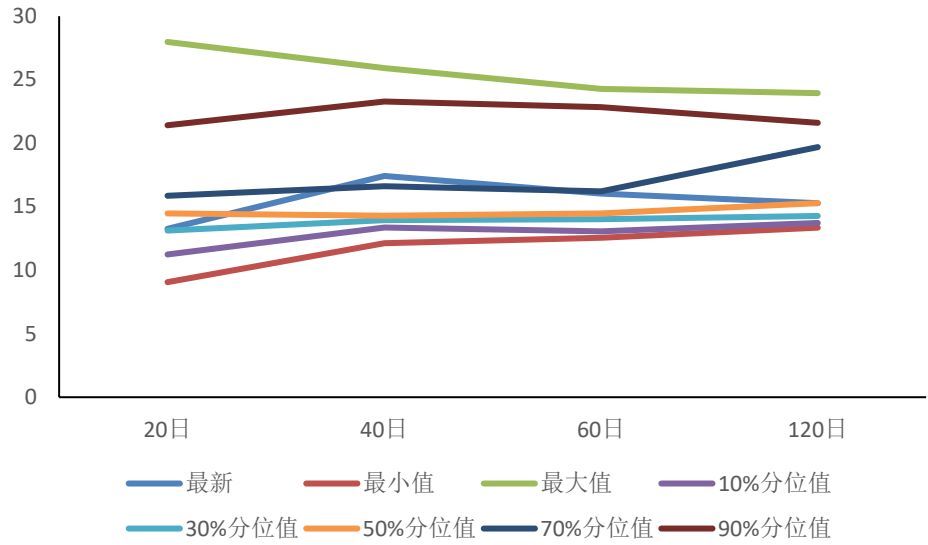
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 26: 沪深 300 历史波动率锥



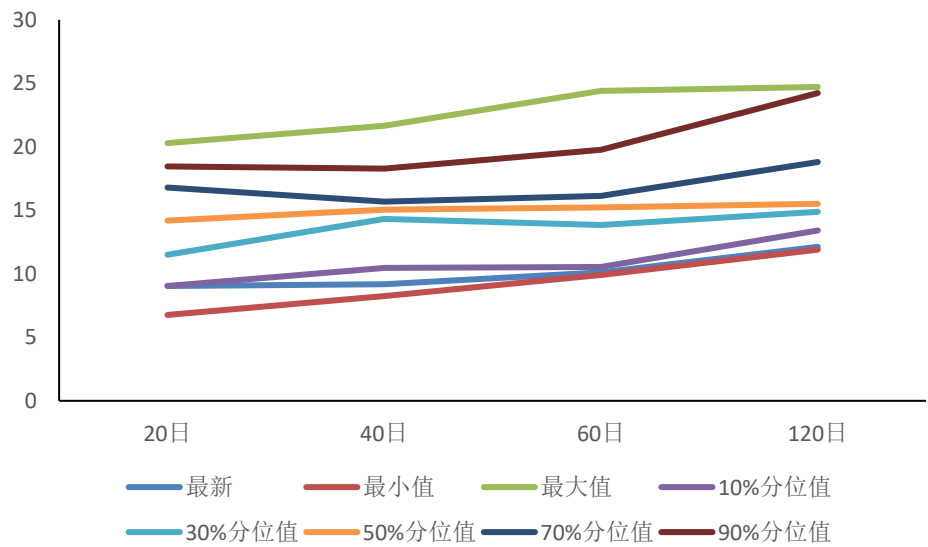
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 27: 中证 1000 历史波动率锥



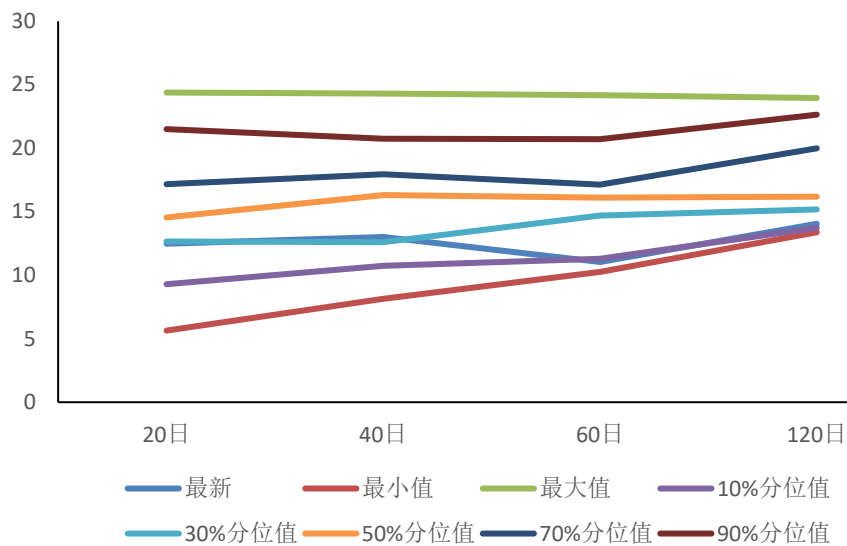
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 28: 沪铜历史波动率锥



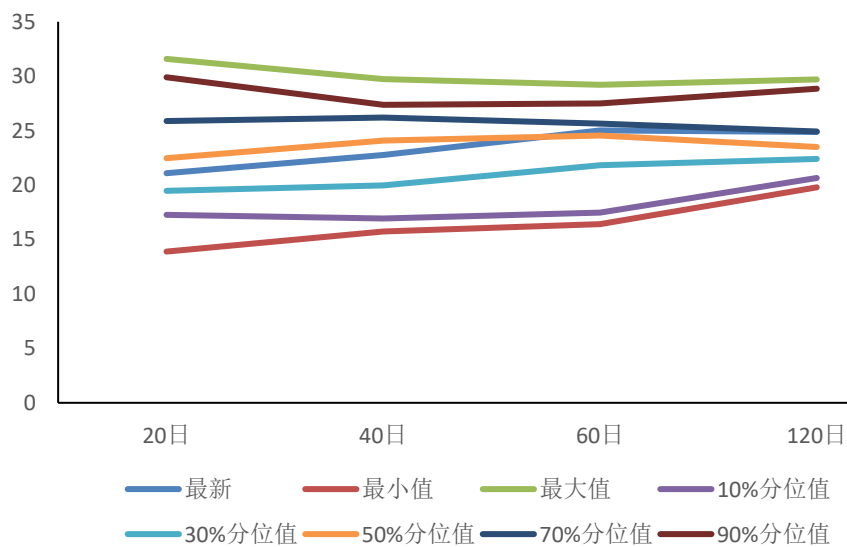
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图 29：沪铝历史波动率锥



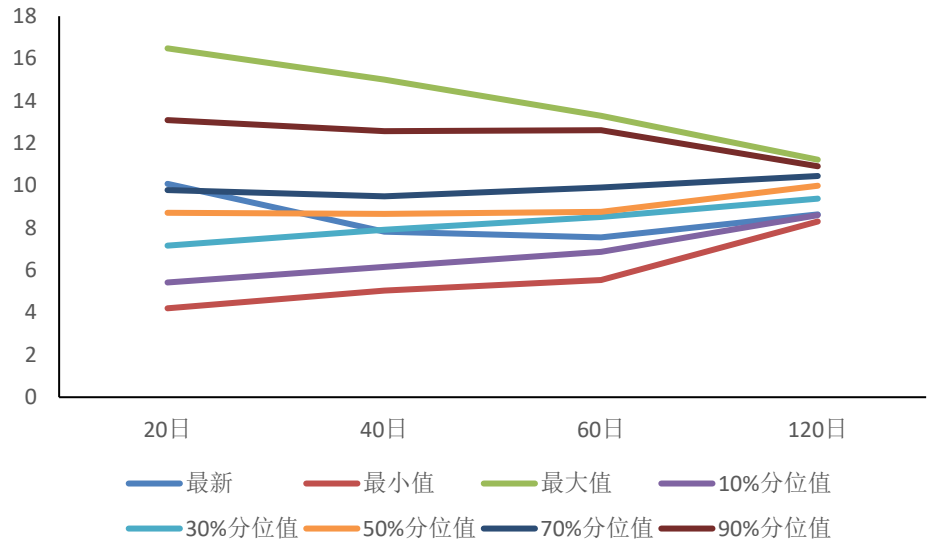
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 30：甲醇历史波动率锥



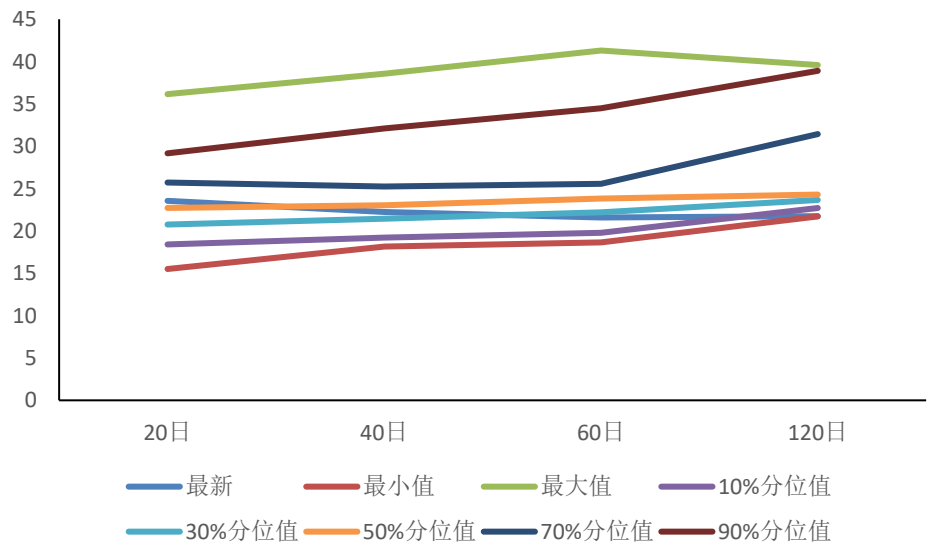
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：沪金历史波动率锥



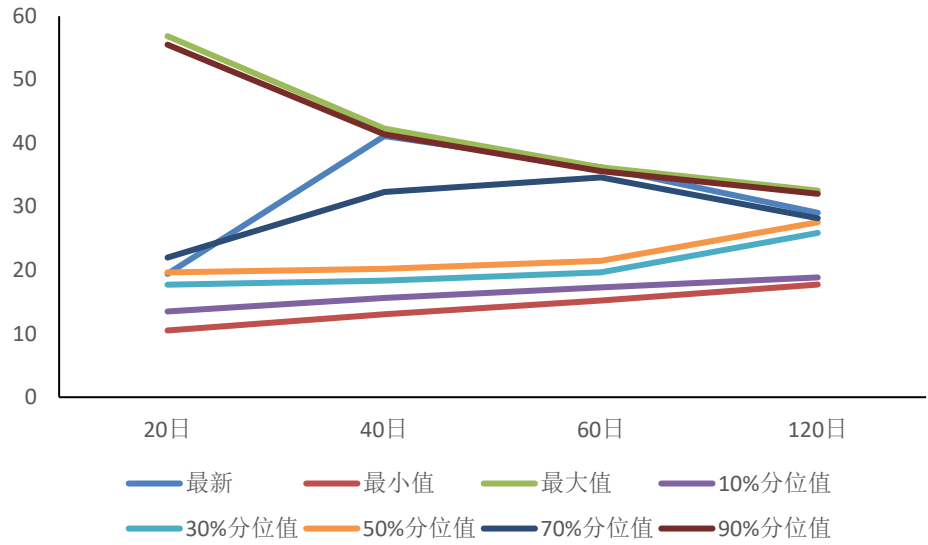
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 31：PTA 历史波动率锥



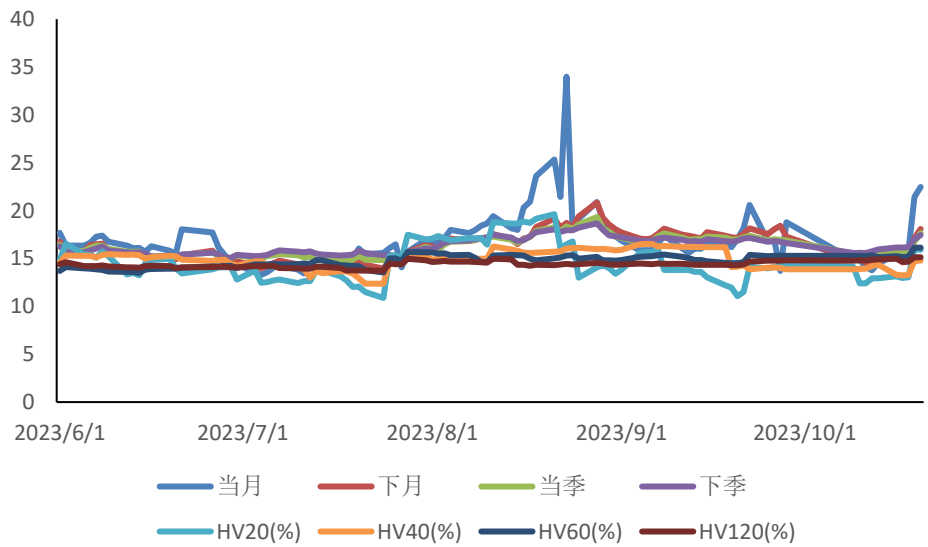
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图 32：豆粕历史波动率锥



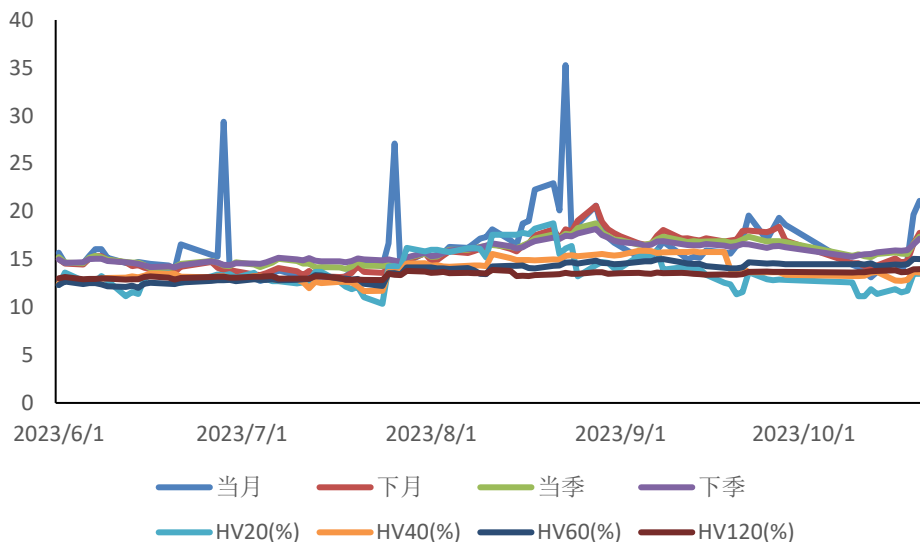
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 33：50ETF 期权隐含波动率走势



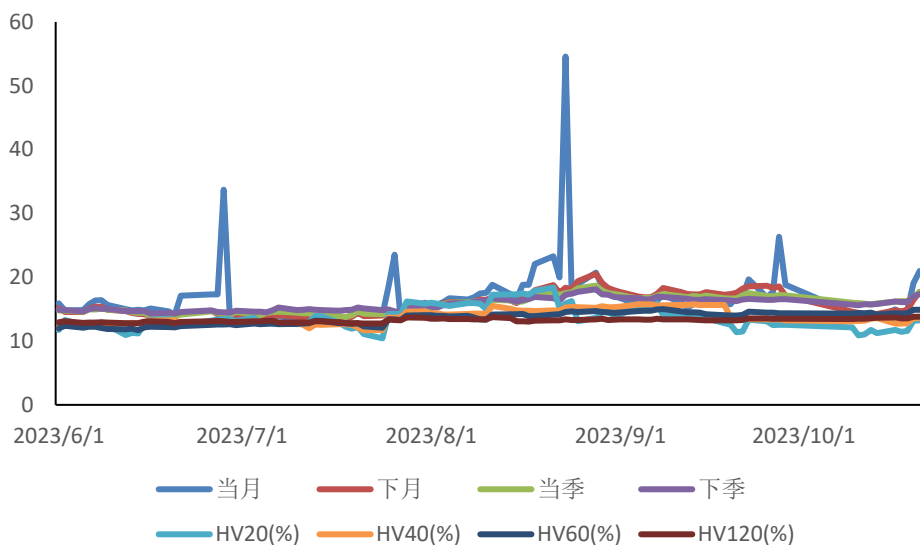
数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

图表 34: 300ETF 期权 (沪) 隐含波动率走势



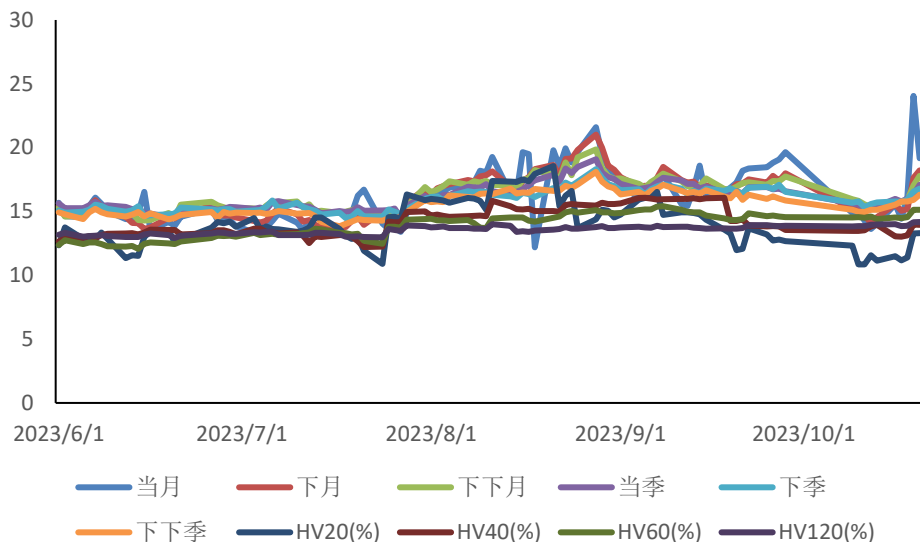
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 35: 300ETF 期权 (深) 隐含波动率走势



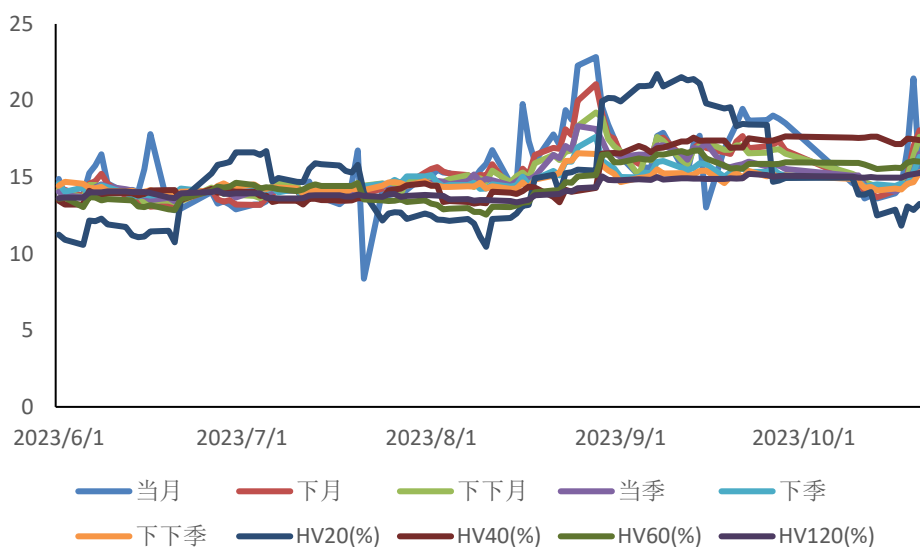
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 36: 沪深 300 股指期权隐含波动率走势



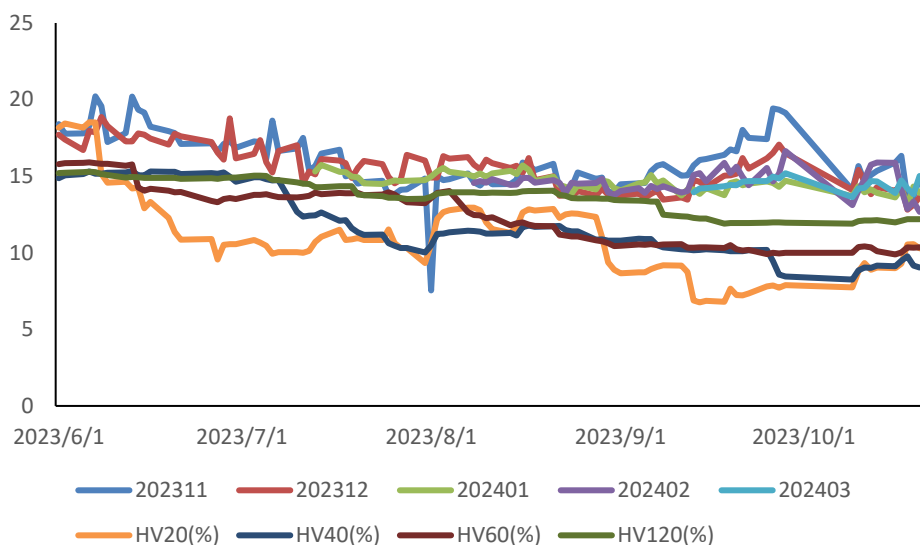
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 37: 中证 1000 股指期权隐含波动率走势



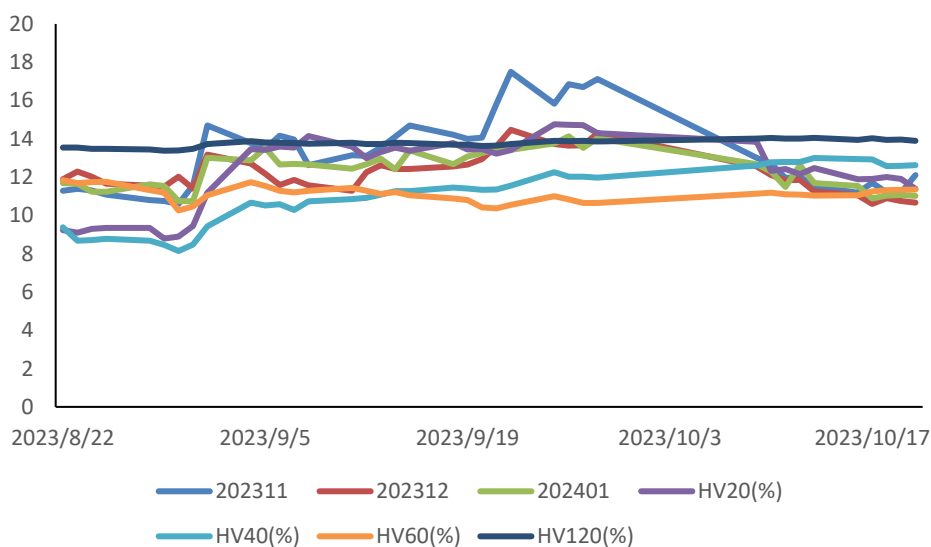
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 38: 沪铜期权隐含波动率走势



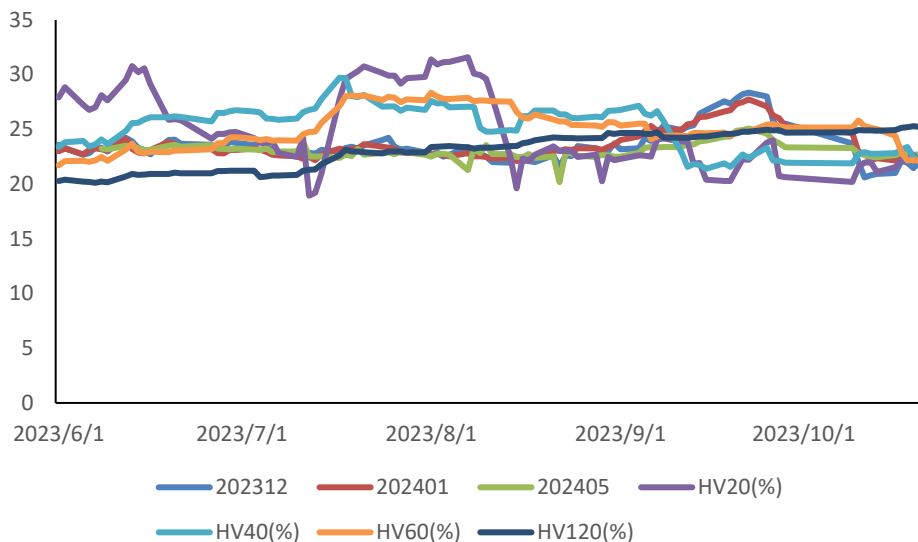
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 39: 沪铝期权隐含波动率走势



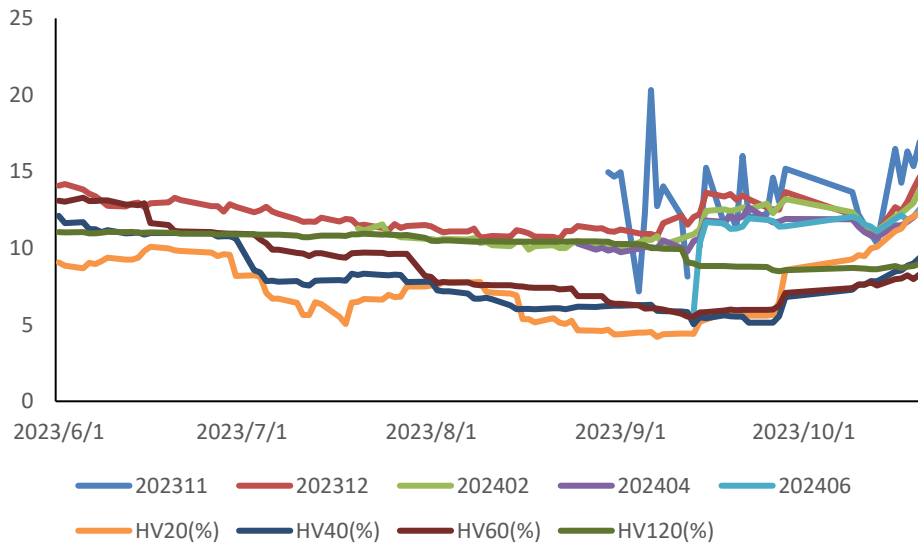
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 40: 甲醇期权隐含波动率走势



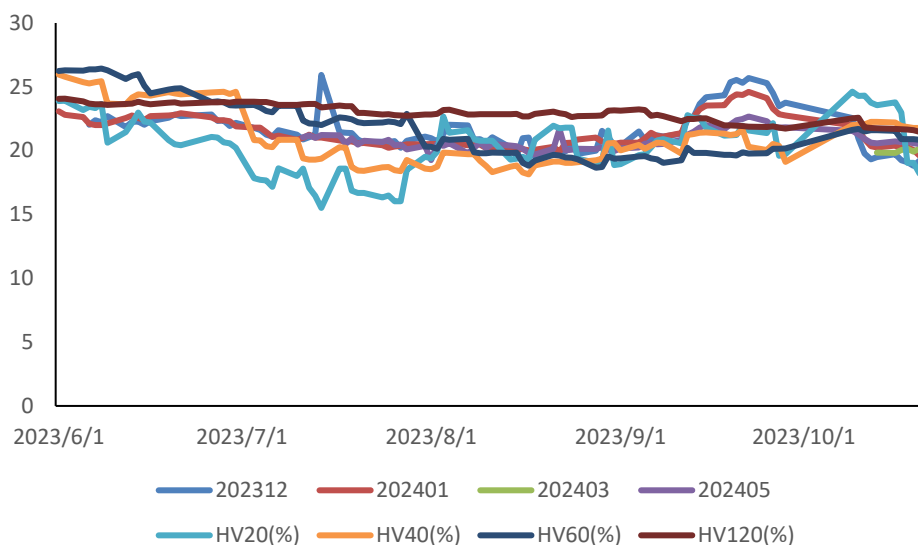
数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 41: 沪金期权隐含波动率走势



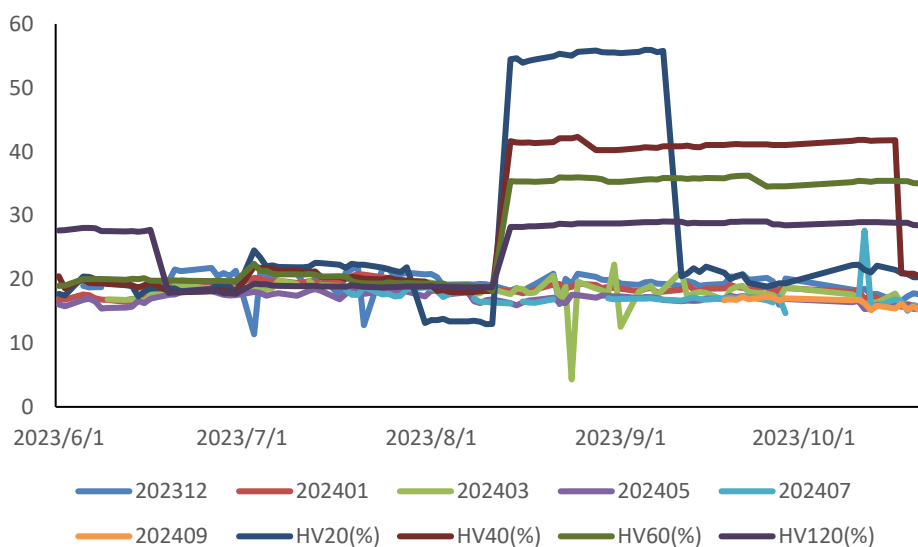
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 42: PTA 期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 43: 豆粕期权隐含波动率走势



数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

四、总结与展望

国内方面，国民经济持续恢复，生产供给稳步增加，市场需求持续扩大，国内基本面走好，但是近期情绪面偏弱，两市成交量萎靡，买方意愿弱势，造成部分高价权重股无量大跌，拖累股指。随着基本面筑底，各项经济数据触底反弹，本轮指数回调后或将出现黄金坑，预期后市指数震荡反弹，关注指数左侧交易机会。美国经济持续呈现韧性、美联储讲话保留再加息的可能、美债供给过剩的担忧仍在持续、以及地缘冲突抬升油价与通胀预期等因素的影响，未来一段时间美债利率或仍保持高位。在此背景下，美股波动和调整压力上升，美元指数或保持相对强势，黄金价格存在阶段调整风险。

金融期权方面，金融期权成交量环比上升，标的指数加速下跌，空头情绪刺激金融期权成交量增加，且成交 PCR 值大幅拉升，短空情绪释放周期有待观察，标的指数加速下跌过程中，空头情绪得到宣泄，指数在下方具有较强支撑，我们认为伴随着指数企稳，空头情绪将衰减，同理，期权成交量与 PCR 值回落。标的指数短线下挫，实际波动率与隐含波动率短线走高，上证 50 与沪深 300 系列期权近月平值隐波接近 20%，与远月平值隐波相差 3 个百分点，隐波期限差走阔，本轮隐波短促上升为市场空头情绪主导，隐波走势呈脉冲曲线特征，随着国内经济回暖，基本面筑底，指数下探空间及空头情绪释放空间有限，后市隐波阶段高位回落，指数反弹叠加隐波下降，短期可关注做空波动率的期权策略。

商品期权方面，国际地缘政治局势以及美宏观预期对于部分大宗商品的影响趋弱，铜、铝、甲醇、PTA 期权品种的期权成交量及成交 PCR 趋于稳定，一改此前大幅变化的特征，后市维持震荡预期。黄金期权成交量大幅上升，PCR 值回落，看涨期权成交活跃度高，巴以冲突事件以及经济衰退预期刺激贵金属价格短线反弹大涨，黄金空头情绪衰落。铜铝期权、甲醇、PTA、豆粕期权等品种空头动能边际下降，隐含波动率下降，震荡预期增大；巴以冲突事件对贵金属带来情绪面扰动，金价持续上涨，黄金期权隐波上升，由于美国经济、劳工市场、消费零售等数据韧性强，未来保持高息概率较大，与长端经济衰退预期共同构成阻力与支撑，市场分歧也由此增加，宽幅震荡刺激升波预期。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。